

类型：首次覆盖

评级：谨慎推荐

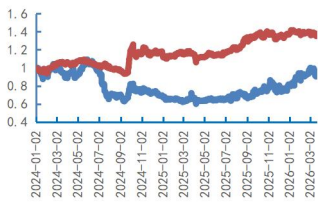
当前价格：9.40
(2026. 3. 20)

华阳股份(600348. SH) 发布时间：2026-3-25

证券研究报告 · 公司深度报告

无烟煤龙头蝶变，钠电+碳纤维开启第二增长曲线

历史股价走势图



数据来源：wind

公司基本数据

52周内股价区间：5.90-10.58

总市值(亿元)：339

流通市值(亿元)：339

总股本(亿股)：36.08

分析师介绍

大同证券研究中心

分析师：景剑文
执业证书编号：
S0770523090001
邮箱：jingjw@dtsbc.com.cn

研究助理：温慧
执业证书编号：
S0770125070012
邮箱：wenh@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号
山西世贸中心A座F12、F13
网
址：<http://www.dtsbc.com.cn>

投资要点：

无烟煤龙头，产能稳步释放，资源优势突出：公司为国内优质无烟煤龙头，煤炭主业贡献超80%营收与94%毛利，是业绩核心压舱石。平舒、榆树坡矿核增产能逐步落地，七元矿正式投产、泊里矿即将试运转，叠加于家庄区块6.3亿吨资源获取，产能与储量双升，中长期产量增长确定性高。

成本管控领先，盈利具备韧性：公司依托智能化开采与精益管理，吨煤成本显著低于同业主要可比公司。2025年通过降能耗、提效率、推新装备进行成本管控，叠加长协占比超90%的稳定定价机制，煤炭毛利率维持40%左右高位，周期下行阶段抗风险能力突出。

煤电一体化协同，供电业务成稳定增量：西上庄2×660MW低热值煤热电项目全面投运，煤电协同降低燃料成本，供电业务营收与毛利高速增长，度电成本持续下行、毛利率大幅提升，夯实公司利润基础，有效对冲煤价波动。

新能源转型加速，钠电率先商业化，光伏/碳纤维有序推进：钠电形成“材料—电芯—应用”全产业链，煤矿应急电源已落地并获外部订单，商业化提速；光伏组件受行业内卷影响暂未盈利，飞轮储能以参股形式运营、暂无扩产计划；千吨级高端碳纤维投产，打开国产替代空间，支撑“十五五”新能源新材料营收占比提升至40%目标。

财务稳健，高分红凸显股东价值：公司资产负债率持续优化，货币资金充裕，财务风险可控。长期执行高比例分红，2023-2024年分红率升至50%左右，在盈利承压阶段仍保持优厚股东回报，估值处于历史低位，配置价值凸显。

盈利预测：预计2025-2027年营收分别为234.13亿元、253.08亿元、281.60亿元，归母净利润分别为16.47亿元、19.60亿元、23.56亿元，对应EPS分别为0.46元、0.54元、0.65元。公司兼具资源壁垒、成本优势、转型潜力与高分红属性，给予谨慎推荐评级。

风险提示：国际环境不确定性增强，煤炭需求不及预期，煤矿产能释放受限，新能源新材料发展不及预期。

目 录

一、公司概况：从无烟煤龙头到新能源转型标杆	4
(一) 股权结构：国资控股，资源协同稳定	4
(二) 业务格局：煤炭为基，新能源双轮驱动	5
二、煤炭主业：资源稀缺+产能增量，构筑盈利基本盘	6
(一) 资源与产能：核增落地，新增产能稳步释放	7
(二) 产品与产销：无烟煤优势突出，长协保障稳定	8
(三) 行业与竞争力：需求刚性，资源优势显著	10
三、供电供热业务：煤电一体化协同运营	10
(一) 供电业务：项目满产发力，盈利效率持续提升	10
(二) 供热业务：民生保障为主，盈利短期承压	11
四、新能源转型：钠电为核，光伏+碳纤维协同发展	12
(一) 钠离子电池：全产业链贯通，商业化加速落地	12
(二) 光伏与飞轮储能：稳健经营，按需定产	14
(三) 碳纤维：高端突破，国产替代空间广阔	16
五、财务分析：稳健运营，支撑战略落地	17
(一) 营收表现：周期波动明显，主业支撑强劲	17
(二) 成本费用：精益管控有效，创利能力领先	18
(三) 盈利效率：周期波动中保持较强韧性	19
(四) 分红与现金流：资金充裕，高分红凸显价值	20
六、盈利预测与投资建议	22
(一) 盈利预测	22
(二) 投资建议	24

图 表

图表 1	华阳股份股权结构	4
图表 2	华阳股份业务	6
图表 3	华阳股份 2024 年各业务营收占比 (%)	6
图表 4	华阳股份各业务营收(亿元)	6
图表 5	华阳股份煤矿情况	8
图表 6	无烟煤分类	9
图表 7	煤炭产销量(万吨)	9
图表 8	商品煤综合售价(元/吨)	9
图表 9	不同产品产量(万吨)	10
图表 10	不同产品产量占比 (%)	10
图表 11	供电业务营收(亿元)及同比 (%)	11
图表 12	供电业务毛利(亿元)及毛利率 (%)	11
图表 13	供热业务营收(亿元)及同比 (%)	12
图表 14	供热业务毛利(亿元)及毛利率 (%)	12
图表 15	华阳股份新能源产业情况	13
图表 16	公司钠离子电池项目情况	14
图表 17	钠离子电池成本优势	14
图表 18	钠离子电池 vs 锂离子电池 vs 铅酸电池	14
图表 19	公司光伏与飞轮储能项目情况	16
图表 20	华阳股份总营收(亿元)及同比 (%)	18
图表 21	华阳股份毛利(亿元)及毛利率 (%)	18
图表 22	煤炭业务营收(亿元)及同比 (%)	18
图表 23	煤炭业务毛利(亿元)及毛利率 (%)	18
图表 24	相关煤企成本费用利润率 (%)	19
图表 25	华阳股份三项费用率 (%)	19
图表 26	相关煤企吨煤营业成本(元/吨)	19
图表 27	相关煤企煤炭业务毛利率 (%)	19
图表 28	相关煤企 ROE (%)	20
图表 29	相关煤企 ROA (%)	20
图表 30	相关煤企人均创收(万元)	20
图表 31	相关煤企人均创利(万元)	20
图表 32	归母净利润(亿元)及同比 (%)	21
图表 33	现金流净额及货币资金(亿元)	21
图表 34	华阳股份资产负债率 (%)	22
图表 35	华阳股份分红(亿元)及分红率 (%)	22
图表 36	公司煤炭业务经营预测	23
图表 37	公司各业务盈利预测	23
图表 38	可比公司估值预测	24

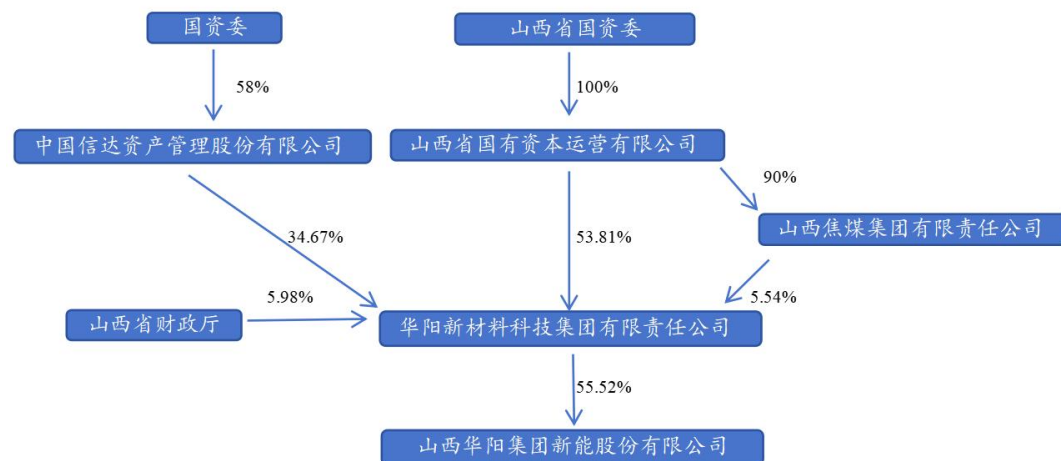
一、公司概况：从无烟煤龙头到新能源转型标杆

（一）股权结构：国资控股，资源协同稳定

公司成立于1999年12月，2003年8月在上海证券交易所挂牌上市，历经两次关键名称变更，明确战略定位：2011年由“山西国阳新能股份有限公司”更名为“阳泉煤业（集团）股份有限公司”；2021年，伴随控股股东阳煤集团转型为“华阳新材料科技集团有限公司”，公司同步更名为“山西华阳集团新能股份有限公司”（证券简称“华阳股份”），正式确立其作为集团煤炭主业核心载体、新材料转型先锋的战略地位。

截至2025年9月底，公司股权架构以国有资本为核心，布局清晰：控股股东华阳新材料科技集团有限公司持股比例达55.52%，实际控制人为山西省国资委，同时股东包含中国信达资产管理股份有限公司、山西省财政厅等机构，进一步夯实了国资控股的稳定性。作为集团旗下唯一的煤炭及新材料上市平台，华阳股份的营收与利润在集团中占比显著，是集团核心利润贡献主体；此外，公司通过与钠电龙头中科海钠开展股权合作，构建“国企控股+科研赋能”的协同模式，为新能源业务转型注入强劲技术与资本动力，持续延伸股权合作价值。

图表 1 华阳股份股权结构



资料来源：华阳股份公告，大同证券

（二）业务格局：煤炭为基，新材料双轮驱动

公司以“煤炭主业为基、新能源新材料为翼”构建一体化产业体系，形成传统能源与新兴产业协同共进的“双轮驱动”格局，业务结构呈现“煤炭主业为核心、新能源新材料为增长极”的清晰布局。从 2024 年营收结构来看，煤炭业务营收占比达 80.42%，仍是公司最主要的收入来源，依托优质无烟煤资源与规模化产能优势，为公司持续提供稳定的现金流与盈利支撑；电力、热力业务占比 8.23%，与煤炭主业形成高效的煤电一体化协同效应，完善产业链布局；其他业务占比 11.35%，主要涵盖新能源、新材料、设备租赁等领域，其中设备租赁业务因 2021 年煤矿资产划转出现一定收缩，收入占比相对有限。

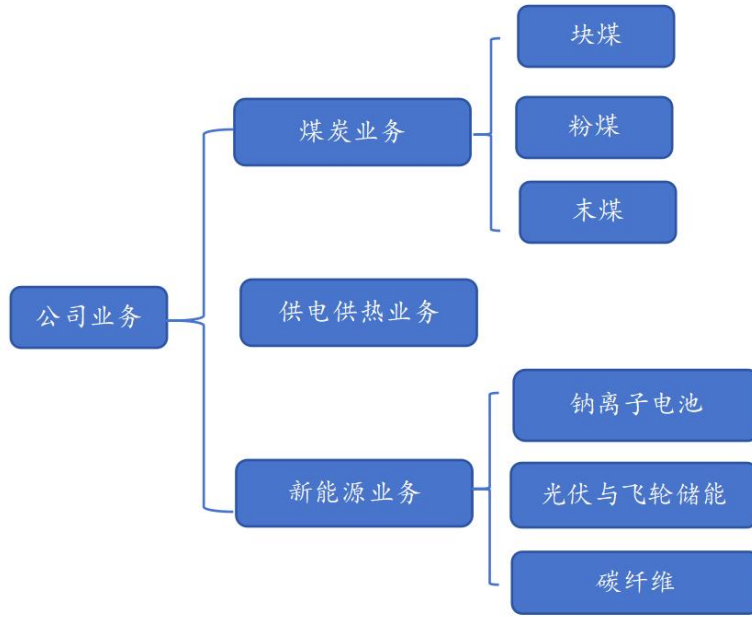
煤炭业务是公司发展的核心压舱石，核心资源以优质无烟煤为主（占比超 90%），旗下“阳优”品牌凭借低硫、低灰、高热值优势广受认可，广泛应用于电力、化工、冶金等领域，市场需求刚性且附加值突出。公司煤炭产品涵盖块煤、粉煤、末煤等，聚焦大型企业客户，销售网络覆盖全国，竞争力稳固；同时配套电力、热力业务，形成“煤电联动”运营模式，进一步提升产业链完整性与盈利稳定性。

在持续巩固传统煤炭主业优势的基础上，公司加快产业转型升级步伐，重点布局新能源、新材料赛道，培育新的增长动能。新能源业务全面覆盖钠离子电池、光伏、储能等领域，其中钠离子电池领域已成功打通“材料—电芯—Pack—应用”全产业链，万吨级正负极材料项目正在加速推进，全球首套 1MWh 钠离子电池储能系统已顺利投运，产品广泛应用于煤矿应急电源、工商业储能及低速交通等场景；自 2021 年起，公司全面推进“光伏+储能”协同布局，建设 5GW 高效光伏组件生产基地，目前 2GW 高效光伏电池组件已进入试生产阶段；飞轮储能项目按订单有序生产，已实现批量交付，形成多元化新能源布局。新材料领域，公司千吨级高性能碳纤维项目于 2025 年底正式投产，精准布局碳基新材料高端领域，进一步丰富产业矩阵，为公司长期高质量发展注入新活力。

在新能源新材料转型布局上，公司明确了十五五期间的发展目标——将新能源新材料业务营收占比提升至 40%左右，重点聚焦钠离子电池与高性能碳纤维两大赛道发力。其中，钠离子电池已

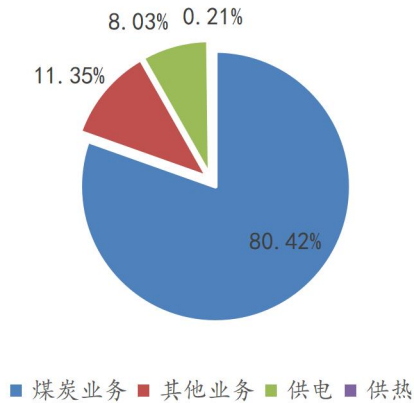
完成全产业链布局，产品主要应用于煤矿应急电源与储能场景，商业化进程稳步推进；高性能碳纤维项目于 2025 年 11 月建成投产，目前正积极与下游用户对接，同步开展产线工艺调试工作，产品认证周期约 1-2 年，计划在十五五期间实现产能规模化释放，打造成为公司新的核心增长引擎。

图表 2 华阳股份业务



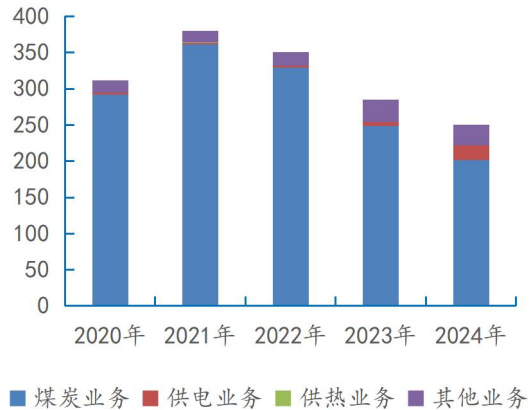
资料来源：公司公告，大同证券

图表 3 华阳股份 2024 年各业务营收占比 (%)



数据来源：Wind，大同证券

图表 4 华阳股份各业务营收(亿元)



数据来源：Wind，大同证券

二、煤炭主业：资源稀缺+产能增量，构筑盈利基本盘

（一）资源与产能：核增落地，新增产能稳步释放

2024 年公司煤炭业务实现收入 201.54 亿元，毛利贡献 81.06 亿元，是公司利润的核心支撑。2021 年 5 月起，公司停止向华阳集团及其子公司采购煤炭，减少低毛利业务占比，提升高毛利自产煤销售占比，推动煤炭业务毛利率稳步提升。2023 年后，受煤炭市场价格下行影响，公司煤炭销售毛利率有所回落，但煤炭业务仍为利润核心贡献主体。

公司持续推进先进产能核增，为产量增长筑牢基础。截至 2025 年底，公司在产核定产能达 4090 万吨/年。2024 年公司加快先进产能核增手续办理，平舒煤业取得山西省能源局生产能力公告文件，核定产能从 90 万吨/年增至 500 万吨/年；榆树坡矿取得 500 万吨/年安全生产许可证，核定产能由 120 万吨/年核增至 500 万吨/年，两矿逐步释放核定产能，为煤炭生产带来确定性增量。同时，公司千万吨级新增产能正逐步爬坡，七元矿、泊里矿合计新增核定产能 1000 万吨/年，七元矿核定产能 500 万吨/年，已于 2024 年底进入联合试运转，2025 年底已转入正式生产；泊里矿（500 万吨/年）计划今年上半年进入联合试运转，年底达到投产目标。产能释放将有效对冲煤价波动风险，同时吨煤成本持续优化，盈利韧性增强。

公司积极获取优质无烟煤资源，夯实可持续发展基础。2024 年 8 月，公司以 68 亿元竞得山西省寿阳县于家庄区块煤炭探矿权，该区块勘查面积 73.2245 平方千米，煤炭资源量约 6.3 亿吨，规划新建 500 万吨/年产能，进一步扩充公司煤炭资源储备。于家庄区块位于太行山脉北段西侧，紧邻阳泉市，与公司控股子公司地理位置邻近，此次竞得资源与公司长远发展战略高度契合，为公司产能接续与可持续发展提供坚实保障。

图表 5 华阳股份煤矿情况

主要矿区	煤种	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能(万 吨/年)	煤矿现状
一矿	无烟煤	850	100%	850	在产
二矿	无烟煤	810	100%	810	在产
新景矿	无烟煤	450	100%	450	在产
平舒矿	贫煤、无烟煤	500	56%	281.05	在产
景福矿	无烟煤	90	70%	63	在产
兴裕矿	无烟煤	90	100%	90	在产
榆树坡矿	无烟煤	500	51%	255	在产
泊里矿（建设期）	贫煤、无烟煤	500	70%	350	在建
七元矿（联合试运转）	无烟煤	500	100%	500	在产
于家庄井田（探矿权）	贫煤、贫瘦煤	500	100%	500	初期阶段
在产合计		4090		3599.05	
合计		5090		4449.05	

资料来源：公司公告，大同证券

（二）产品与产销：无烟煤优势突出，长协保障稳定

无烟煤是煤化程度最高的煤种，具有固定碳含量高、挥发分低、燃烧无烟、低硫低灰、热稳定性好等特点，燃烧时火焰短、不结焦、热值稳定，工业利用价值突出，国内储量占比仅 10%，具备稀缺性优势。根据粒度与用途差异，无烟煤主要分为块煤、末煤、煤粉三大类：块煤（粒度 $\geq 13\text{mm}$ ）主要用于合成氨、化肥等化工生产；末煤（粒度 6 - 13mm）主要供给电力行业作为燃料；煤粉（粒度 $< 6\text{mm}$ ）则主要用于冶金行业高炉喷吹。

华阳股份主打“阳优”牌无烟煤，煤种以 03 号无烟煤为主，具备低硫、低灰、高热值的优质特性，热值普遍在 6200 大卡以上，广泛应用于化工合成、冶金喷吹、电力发电等多个领域，是下游行业重要的基础原料与燃料来源。公司产品按粒度与用途细分，结构清晰、定位明确，既保障化工、冶金等高端领域的原料需求，又满足电力行业规模化燃料供应，形成稳定的下游客户群体与多元化应用场景，为煤炭业务盈利稳定性提供坚实支撑。公司地处晋东煤炭基地，铁路运输网络完善，区位优势显著，同时依托智能化开采、洗选工艺优化，生产效率与成本控制能力行业领先，为业务增长提供核心支撑。

图表 6 无烟煤分类

项目	粒度(mm)	用途
块煤	>13	主要用于合成氨、尿素等化工产品的原料煤
粉煤	<6	主要用于冶金行业高炉喷吹煤
末煤	≤13	主要用于电力行业燃料煤

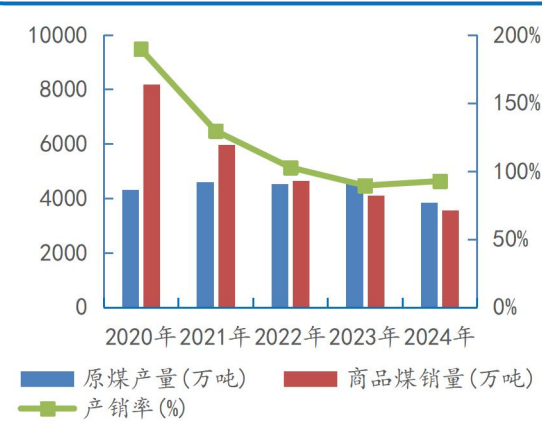
资料来源：《煤炭产品品种和等级划分》、中国太原煤炭交易中心，大同证券

2024 年商品煤销量 3554 万吨，综合售价 567.04 元/吨；长协客户占比超 90%，铁路运输占比 90%以上，合同兑现率高，价格稳定性优于行业。其中末煤产销量占比最高。

公司产销规模随行业周期呈现明显波动，2020-2022 年原煤产量与商品煤销量稳步增长，2022 年达产销峰值，2023-2024 年受行业供需宽松、煤价下行影响有所回落，2025 年达到目标产量 3800 万吨。2020-2022 年商品煤产销率均保持在 100%以上，主因公司向集团及外部采购煤炭，2023-2024 年回落至 90%左右，产销衔接总体平稳。

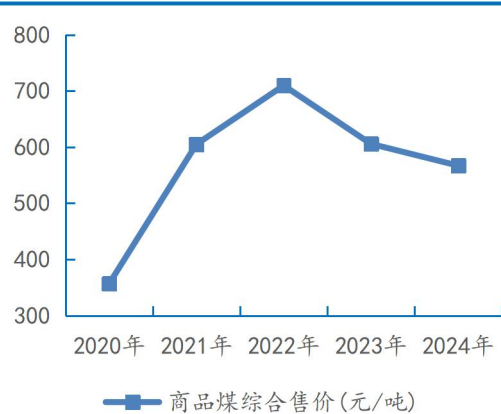
产品结构以末煤为主，2020-2024 年各年末煤产量占比均在 80%左右，块煤、粉煤、洗煤占比较小，产品结构高度集中于末煤品类，与下游电厂需求高度匹配，同时洗煤加工能力稳步提升，为产品结构优化与盈利稳定性提供支撑。

图表 7 煤炭产销量(万吨)



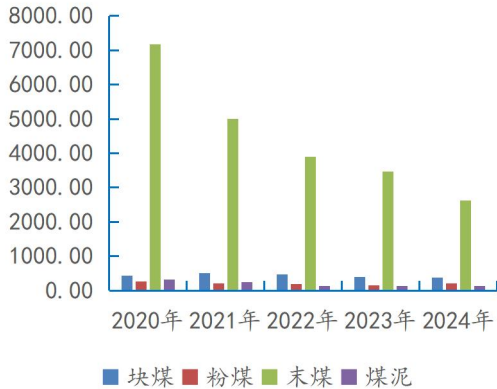
数据来源：Wind，大同证券

图表 8 商品煤综合售价(元/吨)

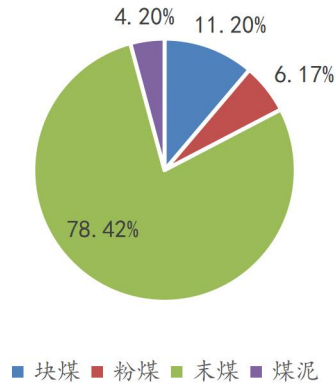


数据来源：Wind，大同证券

图表 9 不同产品产量 (万吨)



图表 10 不同产品产量占比 (%)



数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

(三) 行业与竞争力: 需求刚性, 资源优势显著

我国无烟煤资源主要集中于山西省, 截至 2025 年底, 我国无烟煤产量已接近 4 亿吨, 其中山西占比达 63%, 资源分布相对集中, 国内产量稳定, 对外依存度较低, 2025 年全年进口无烟煤 1513.68 万吨, 同比增长 4.02%, 占比 3.1%。无烟煤下游需求以电煤为主, 占比约 50%, 其次为喷吹煤、块煤, 需求刚性较强。公司无烟煤产品主要供应河北、山东等地大型电厂, 2024 年长协客户占电煤总量超 90%, 定价机制稳定, 有效对冲市场波动风险, 保障业绩稳定性。

公司坚持“增储上产”发展战略, 持续推进产能扩张与资源储备。一方面, 加快平舒矿、榆树坡矿等核增矿井产能释放, 推动七元矿、泊里矿投产达产; 另一方面, 积极获取新的煤炭资源, 于家庄探矿权开发项目稳步推进, 规划新建 500 万吨/年产能, 为公司产量增长提供后续支撑。随着新产能逐步释放、资源储备持续扩充, 公司煤炭业务规模将稳步提升, 盈利能力与市场竞争力进一步增强, 未来发展潜力显著。

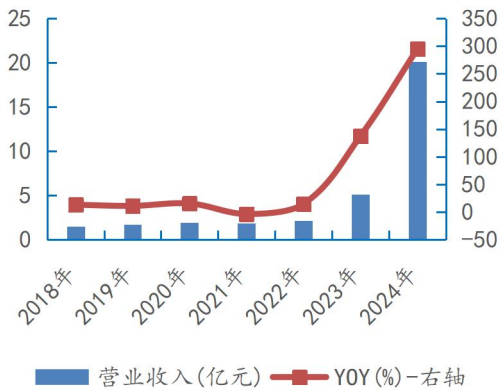
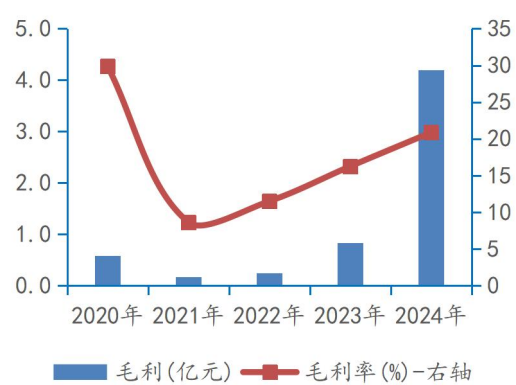
三、供电供热业务: 煤电一体化协同运营

(一) 供电业务: 项目满产发力, 盈利效率持续提升

公司供电业务依托旗下华阳建投阳泉热电主体运营, 核心为阳股份西上庄 2×660MW 低热值煤热电项目, 该项目是山西省重点

工程与晋冀能源合作示范项目，也是“西电东送”点对网输电至京津冀电网的关键节点，由华阳建投阳泉热电（华阳股份与河北建投能源各持股 50%）负责运营，总投资约 52.77 亿元。项目核心建设 2 台 660MW 超超临界低热值煤间接空冷热电联产机组，配套高效煤粉锅炉、脱硫脱硝除尘及废水零排放设施，处于行业领先水平阳泉市政府。2023 年 10 月、12 月 1 号、2 号机组相继投运，12 月 28 日实现“双机双投”，通过双回 500kV 线路接入河北桂山变电站，形成煤电一体化区位优势，燃煤运输距短、成本可控。

2024 年发电量达 58.6 亿千瓦时，同比增长 242.93%，带动供电业务营收 20.11 亿元、毛利 4.19 亿元，同比分别增长 295%、407%，占公司总营收 8.03%，占公司毛利 4.86%。2025 年上半年受行业需求波动影响，发电量完成 23.17 亿千瓦时，同比降低 21.09%。但受益于煤炭价格下行，供电成本大幅压降至 5.43 亿元，同比下降 40.07%，推动供电业务营收 8.30 亿元、毛利 2.87 亿元，毛利率达 34.59%，盈利效率显著提升，为公司重要业务补充。

图表 11 供电业务营收（亿元）及同比（%）

图表 12 供电业务毛利（亿元）及毛利率（%）


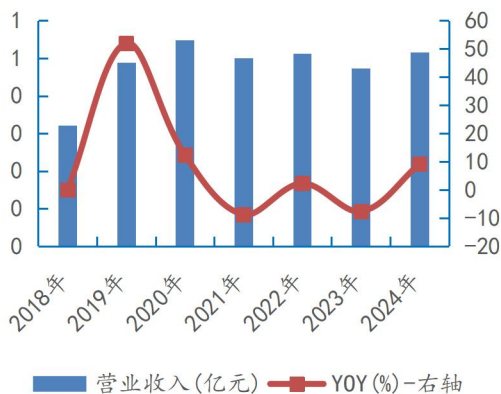
数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

（二）供热业务：民生保障为主，盈利短期承压

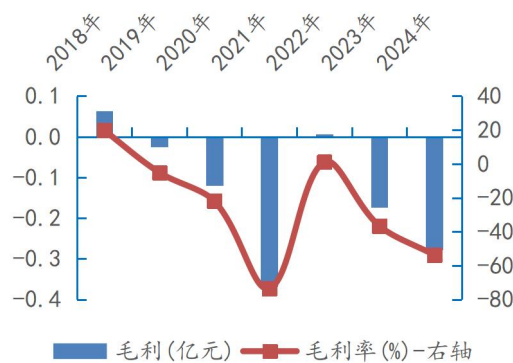
公司供热业务主要依托热电联产项目配套供热能力，服务覆盖阳泉市矿区及生态新城西部等区域，具备稳定的民生供热市场基础。2024 年供热业务实现营收 5162 万元，占公司总营收 0.21%，毛利率-53.75%，为负贡献业务；2025 年上半年供热规模延续稳降态势，营收同比增长 22.17%，毛利率进一步承压。从业务结构看，供热业务在公司整体营收与毛利中占比均偏低，对整体业绩影响有限，后续仍需通过成本管控、规模优化等举措改善盈利表现。

图表 13 供热业务营收（亿元）及同比（%）



数据来源：Wind，大同证券

图表 14 供热业务毛利（亿元）及毛利率（%）



数据来源：Wind，大同证券

四、新能源转型：钠电为核，光伏+碳纤维协同发展

（一）钠离子电池：全产业链贯通，商业化加速落地

公司以双碳目标为引领，深度布局新能源新材料赛道，钠离子电池业务是其转型核心抓手之一，依托自身无烟煤资源禀赋与中科海钠技术优势，构建起“材料—电芯—PACK—应用”全产业链布局，逐步从研发阶段迈入商业化落地与规模化扩张新阶段。

在核心材料环节，公司依托无烟煤资源优势，与中科海钠合资设立华钠铜能、华钠碳能，分别布局正极、负极材料生产。千吨级正负极材料项目已于2022年3月投料试产，产品定向供应旗下电芯产线，为钠离子电池产业化提供原料保障。25年产线基本贯通，达产后可年产2万吨正极、1.2万吨负极，显著提升材料自给率与成本竞争力，该项目是国内首个万吨级钠电材料项目，将推动钠电关键材料国产化与产业化进程。

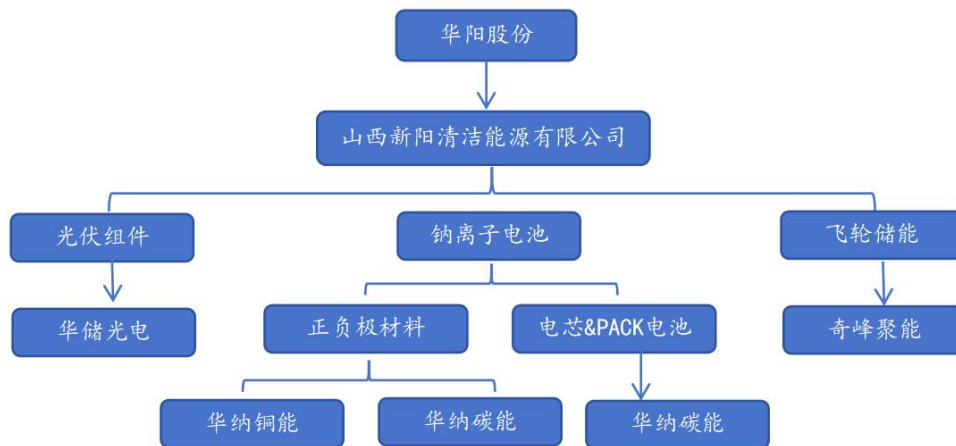
在电芯与系统环节，公司通过全资子公司华钠芯能建设1GWh圆柱形、方形钠离子电芯生产线及1GWh PACK产线，电芯产线已于2022年9月调试出品并进入商业化应用，PACK产线同步投产，圆柱电池已在两轮电动车领域实现批量交付，方形电池完成空载测试，产品适配储能、应急电源等场景。2024年公司钠离子电芯产量达84.73MWh，商业化应用场景持续拓展，包括煤矿应急电源、

工商业储能等领域，有效对接自身煤炭主业配套需求，形成产业协同优势。

公司在钠离子电池应用领域率先实现场景落地，全国首台钠电煤矿应急电源已先后在景福矿、开元矿投入稳定运行。该产品凭借高安全性优势，能够充分满足高瓦斯矿井对于应急备用电源的严苛安全要求，同时可利用峰谷电价差，在夜间低谷电价时段充电、白天高峰电价时段放电，兼具应急保障与储能效益。2025年公司已面向集团内部及外部煤矿开展市场化推广，并已获取部分订单；目前与潞安环能、晋控煤业等省内煤企达成合作意向，鉴于各煤矿工况条件存在差异，公司采用“一矿一策”的定制化方案进行推广，同时已与河南、安徽等地煤矿企业开展业务对接，中长期将持续拓展井下应急电源及矿用储能市场。

相较于锂电池，钠离子电池具备资源丰富、成本低廉的核心优势，钠资源分布更广、价格更低，材料端采用铝箔替代铜箔，可降低成本 30%-40%，适合应用于低速交通、储能等对能量密度要求相对温和的场景。公司依托“资源—技术—场景”一体化布局，在保障自身产能释放的同时，加快推动钠电产品标准化与认证进程，为十五五期间新能源新材料营收占比提升至 40%奠定坚实基础，未来成长空间与市场潜力显著。

图表 15 华阳股份新能源产业情况



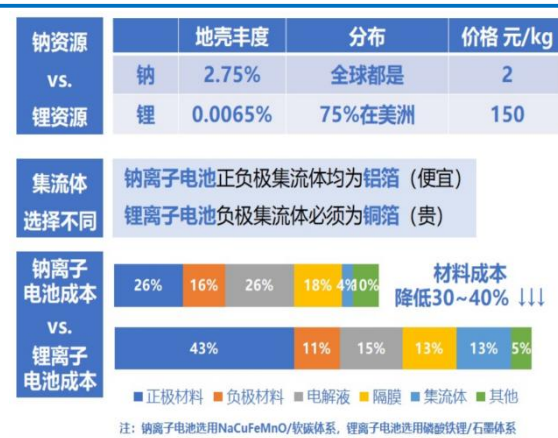
资料来源：公司公告，大同证券

图表 16 公司钠离子电池项目情况

项目	一期 2000 吨钠离子电池正负极材料项目	钠离子电芯生产线	钠离子 PACK 电池项目
地点	山西转型综合改革示范区潇河产业园区	阳泉高新区智能制造产业园	阳泉高新区智能制造产业园
规模	占地面积 30 亩，总建筑面积 20274 平方米	总建筑面积共计约 23916 平方米	总建筑面积为 4790.4 平方米
项目产能	钠离子电池正、负极材料各 2000 吨	1GWh	1GWh
主要产品	正极：CFM-001，CFM-002	圆柱钢壳钠离子电芯 NaCR26700-35ME、方形铝壳钠离子电芯 NaCP73174200-200ME	钠离子电动两轮车电池、钠离子储能电池模组
产品特点	低成本、安全、环保、高性能	原料低成本、安全性能高、充放电倍率高、绿色环保	成本低、安全性能高、高低温性能优异

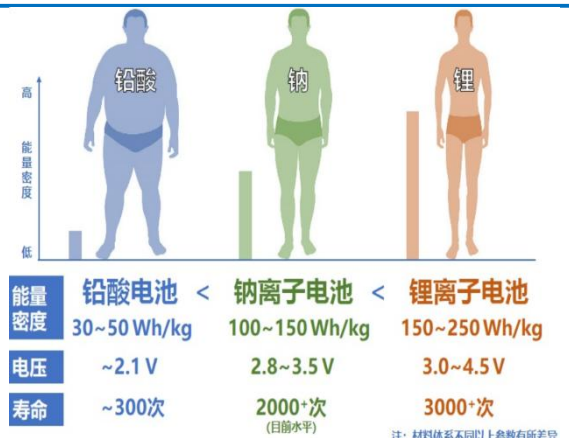
资料来源：公司公告，大同证券

图表 17 钠离子电池成本优势



数据来源：中科海纳，大同证券

图表 18 钠离子电池 vs 锂离子电池 vs 铅酸电池



数据来源：中科海纳，大同证券

（二）光伏与飞轮储能：稳健经营，按需定产

光伏组件业务：稳步扩产，聚焦提质增效。公司光伏业务以全资子公司山西华储光电为核心实施主体，聚焦高效光伏组件制造，形成“产能爬坡—质量优化—场景适配”的稳健发展路径。公司光伏业务目前已建成 4 条产线，2024 年组件产量为 1372.18MW，良品率 99.2%，产能利用率仅 60%-70%，受行业极度内卷、产能过剩影响，2025 年下半年采取收缩策略，仅依托大额订单安排生产，并辅以经销及代加工模式，暂未实现满产满销。尽管公司 2025 年设定了 1700MW 的产量目标，但当前上游原材料价格偏高、行业竞争激烈且准入门槛较低，叠加光伏并非公司核心主业，整体业务基本无毛利，行业内多数企业同样处于亏损状

态，盈利尚未转正。

面对光伏组件行业激烈的市场竞争格局，公司采取“以内需为基础、逐步拓展外单”的策略，光伏产品优先满足自身“光储网充”一体化项目及集团内部生产经营用电需求，降低市场波动风险。同时，依托山西区域新能源产业政策支持与自身产业链协同优势，产品逐步向工商业分布式光伏、地面电站等场景拓展，形成与钠电、储能业务的互补效应，构建多元化新能源业务矩阵。

飞轮储能业务：技术卡位，场景化落地成效显著。公司通过参股阳泉奇峰聚能（持股 49%）切入飞轮储能赛道，与北京奇峰聚能形成技术与产能协同，聚焦物理储能领域的商业化落地。飞轮储能作为清洁高效的物理储能技术，通过电能与机械能的相互转化实现能量存储，具有充放电响应速度快（毫秒级）、使用寿命长（可达 20 年）、环保无污染等优势，尤其适配电力调频、轨道交通再生能量回收、UPS 不间断电源等高频次、高功率场景，调频性能是传统火电机组的 20 多倍。

公司飞轮储能业务于 2022 年建成年产 200 台套的产能，主要布局火电调频、轨道交通再生能量回收等应用场景。项目采用“以销定产”模式，根据订单需求组织生产，产能规划与市场需求精准匹配。2022 年已完成 26 套产品生产，其中河北三河电厂一次调频项目于当年 8 月交付 5 套并投入使用；华能山东莱芜电厂一次调频项目 10 套产品完成车间单台空载调试，按电厂要求节点顺利交付；深圳地铁轨道再生能量回收试点项目也已进入出场测试阶段，场景化应用持续落地。目前该业务以参股项目形式开展运营，整体经营效益一般，存在小幅亏损，但对公司整体业绩影响有限。考虑到当前市场竞争、盈利水平及业务布局规划，公司飞轮储能业务现阶段暂无进一步扩产计划。

整体来看，光伏与飞轮储能业务作为公司“新能源+储能”战略的重要组成部分，前者聚焦规模化发电场景，后者卡位高功率储能需求，与钠离子电池业务形成互补，共同支撑公司向“综合能源解决方案提供商”转型，为十五五期间新能源新材料营收占比提升至 40%提供重要支撑。

图表 19 公司光伏与飞轮储能项目情况

项目	光伏组件智能制造基地	一期飞轮储能产业项目
地点	阳泉市郊区苇泊工业园区	赛鱼阳泉奇峰厂房
规模	占地 356 亩，建筑面积 15.7 万平方米	建筑面积 6000 平方米
项目产能	10 条自动化智能生产线	200 套/年
主要产品	210mm 大尺寸多主栅光伏组件，并兼容 182mm 及以下所有规格和尺寸的光伏组件产品	1000KW/600KW/400KW/200KW 飞轮储能

资料来源：公司公告，大同证券

（三）碳纤维：高端突破，国产替代空间广阔

碳纤维作为兼具轻量化、高强度、高韧性等核心优势的高端新材料，是公司“十五五”期间新能源新材料业务的重要增长极，公司聚焦高性能产品研发与产业化，以自主创新推动国产替代，逐步构建从技术突破到场景落地的完整业务布局。

在项目推进与技术突破方面，公司高性能碳纤维项目于 2024 年 6 月全面开工建设，核心瞄准高端 T1000 级产品市场，目前已贯通全流程设计工艺路线，实现技术自主可控，打破了海外企业在高端碳纤维领域的长期垄断。尽管工艺路线已基本成型，但公司正根据下游客户的个性化需求持续优化调试生产环节，重点攻克商品化落地过程中的细节适配问题，确保产品性能稳定性与场景适用性达到市场标准。该项目于 2025 年 11 月正式投产，初期规划产能聚焦千吨级示范规模，将填补国内高端碳纤维产能供给缺口，助力国产替代进程提速。

在产品定位与应用场景方面，公司碳纤维产品凭借轻量化、高韧性、高强度的核心特性，应用场景覆盖高端制造多个领域。其中，高端领域聚焦航空航天、商业航天等对材料性能要求严苛的场景，T1000 级产品的拉伸强度可达到 6400-6600 兆帕，能够满足卫星结构、火箭部件等核心装备的制造需求；民用高端领域则涵盖新能源汽车轻量化部件、风电叶片、高端运动器材（如羽毛球拍、自行车）等，适配新能源产业升级与消费升级带来的材料需求。产品定位清晰区分高端刚需与民用消费市场，既抢占技术制高点，又拓展规模化应用空间，形成多元化市场布局。

在市场拓展与发展前景方面，由于项目尚未正式投产，目前暂未形成实际产量，也未锁定明确订单。按照行业惯例，T1000 级等高规格碳纤维产品需经过客户实验认证、小批量试产、规模化采购等多阶段验证，认证周期通常为 1-2 年。公司计划在产品正式投产后，先完成核心性能实验认证，再向航空航天、新能源等领域的目标客户推进合作洽谈，逐步打开市场局面。从行业趋势来看，当前国内碳纤维市场呈现结构性分化特征，中低端产品产能过剩，而 T1000 级等高端产品供给短缺，海外巨头垄断格局尚未完全打破，公司凭借自主研发技术与国产化成本优势，有望在国产替代浪潮中抢占市场份额，为“十五五”期间新能源新材料营收占比提升至 40% 提供重要支撑。

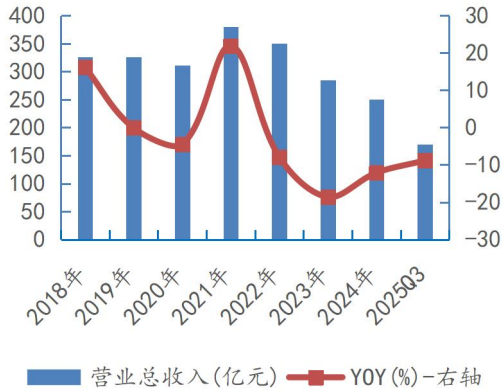
五、财务分析：稳健运营，支撑战略落地

（一）营收表现：周期波动明显，主业支撑强劲

业绩随行业周期波动，呈现先升后降走势。公司整体业绩呈现“先升后降再修复”的周期波动特征，2018-2021 年随行业景气度上行稳步增长，2021 年达到 380.07 亿元的阶段性高点；2022 年后受煤价下行、行业盈利空间压缩影响，营收持续回落，2024 年降至 250.60 亿元。营收增速波动显著，2022 年 YOY 达 46.43%，2024 年同比下滑 34.43%，整体业绩与行业周期高度关联。

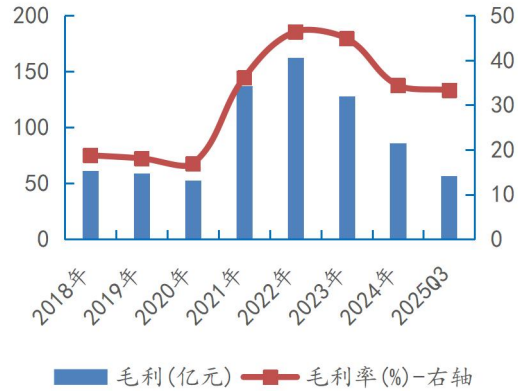
煤炭主业核心支撑作用突出，盈利韧性较强。煤炭业务 2024 年毛利贡献占比 93.96%，为整体业绩提供主要支撑。产品以洗末煤为主，产销量占比均在 70% 以上，主要供应河北、山东等地的大型电厂，长协保供占比高，定价机制稳定，有效对冲市场波动。2020-2022 年受益于煤价上行，营收与毛利率维持高位；2023 年后行业盈利空间压缩，毛利率有所回落但仍保持 40% 左右的较高水平，叠加智能化降本、产品结构优化，在行业波动中保持较强盈利韧性。

图表 20 华阳股份总营收(亿元)及同比(%)



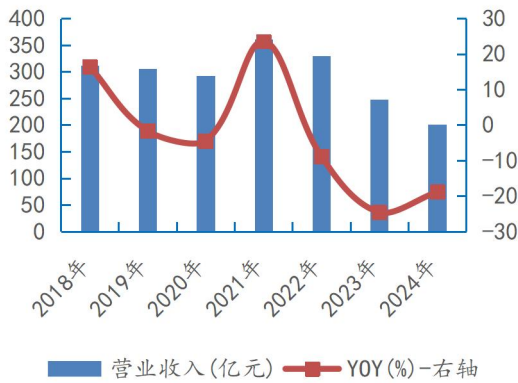
数据来源: Wind, 大同证券

图表 21 华阳股份毛利(亿元)及毛利率(%)



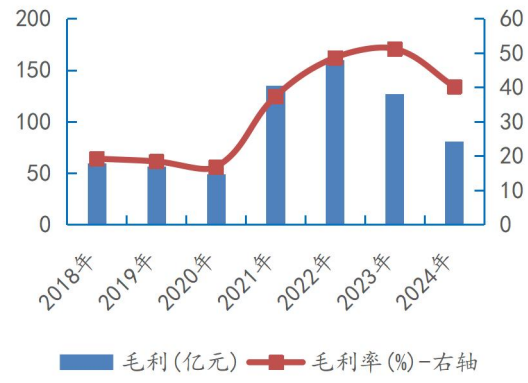
数据来源: Wind, 大同证券

图表 22 煤炭业务营收(亿元)及同比(%)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 23 煤炭业务毛利(亿元)及毛利率(%)



数据来源: Wind, 大同证券

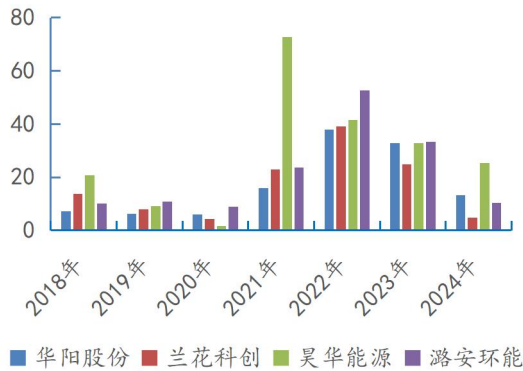
(二) 成本费用: 精益管控有效, 创利能力领先

精益管理效果突出, 创利能力表现领先。公司成本费用管控成效显著, 2024 年以来持续推进精益管理与数字化转型, 通过智能化开采技术应用、洗选工艺优化等措施, 公司生产效率持续提升, 三项费用率保持行业相对优势。2024 年公司销售费用率 0.43%、管理费用率 6.72%、财务费用率 1.99%; 2025 年前三季度, 受公司配煤费及装卸费同比增加、中标服务费增加影响, 销售费用同比增加, 公司下属七元公司进入联合试运转, 管理费用同比增加。尽管 2023 年后营收规模有所回落, 但公司通过精细化管理与考核优化, 有效控制费用支出, 2024 年成本费用利润率 13.25%, 高于兰花科创、潞安环能等可比企业。

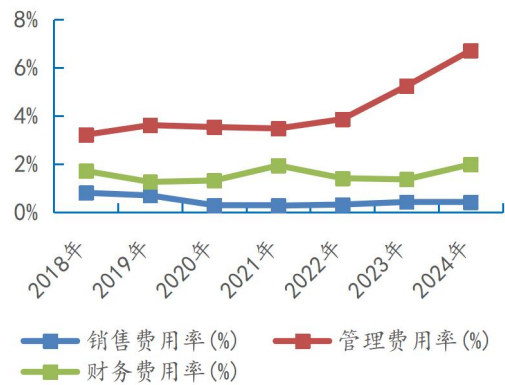
成本管控优势明显, 煤炭毛利率处于相对高位。公司吨煤成本管控优势明显, 近两年来通过有效的成本管控, 吨煤成本低于

兰花科创、潞安环能，体现出资源禀赋与精细化管理的双重优势。2024 年公司吨煤成本 313.99 元/吨，较 2023 年的 264.02 元/吨有所上升，但仍保持行业相对低位；2025 年公司进一步加大成本管控力度，通过降低能耗、提升生产效率、推广新技术新装备等措施，持续优化吨煤成本，为煤炭毛利率提供支撑。从煤炭毛利率看，公司 2020-2022 年随煤价上行持续提升，2024 年虽受行业周期影响有所回落，但仍保持 40%左右的较高水平，成本管控与产品结构优势共同保障盈利韧性，在行业波动中展现较强的抗压能力。

图表 24 相关煤企成本费用利润率(%)



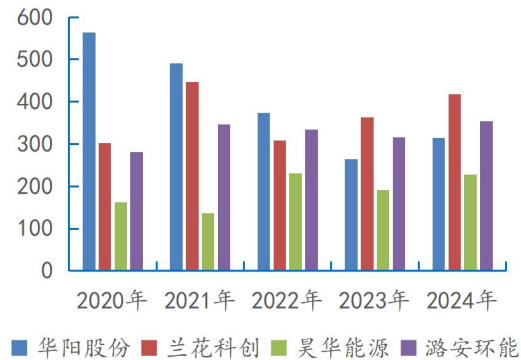
图表 25 华阳股份三项费用率(%)



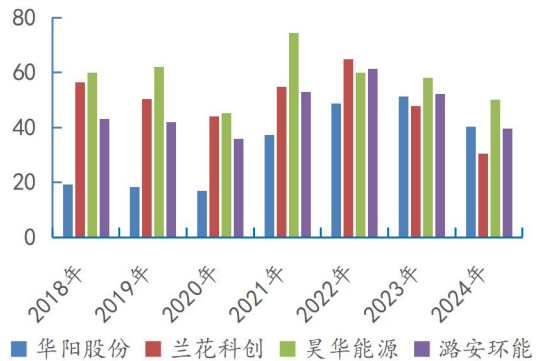
数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

图表 26 相关煤企吨煤营业成本(元/吨)



图表 27 相关煤企煤炭业务毛利率(%)



数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

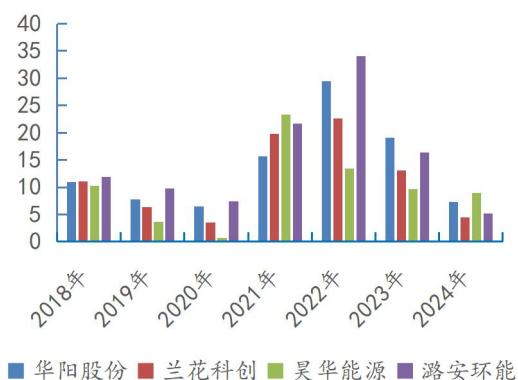
(三) 盈利效率: 周期波动中保持较强韧性

盈利效率周期波动，抗周期能力偏强。公司 ROA、ROE 受行业周期与盈利规模影响显著，2018-2020 年受煤价下行拖累盈利、资产规模扩张未同步贡献收入，叠加期间费用与投资支出影响，导致盈利效率走低。随后 2021 年回升，2021-2023 年华阳股份 ROE/ROA 维持高位，核心是煤价高位、自产煤占比提升带动毛利率

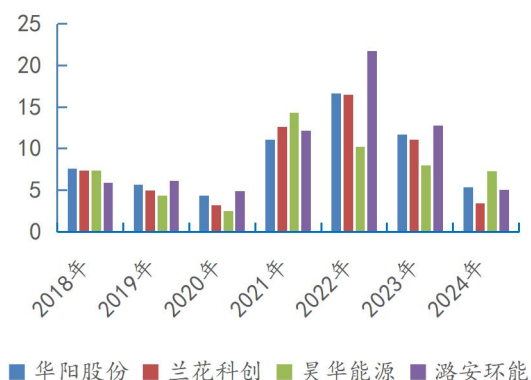
大幅上行，叠加成本管控与结构优化，盈利效率显著提升。2024年回落，主因煤价下行、售价下滑，同时产销量下降、吨煤成本上升，毛利率明显回落，盈利效率随之走弱，但与同业相比，仍高于兰花科创与潞安环能，且与昊华能源相差较小，整体盈利效率较高，抗周期能力较强。

规模效应减弱，盈利效率低于同行。公司人均创收与人均创利受营收规模、盈利水平与员工数量影响，2018-2020年随盈利走低而下降，2021年人均创收110.24万元，2022年人均创利20.04万元，为近年峰值；2023年后盈利承压，2024年人均创收65.37万元、人均创利5.80亿元，较2021年大幅下降，且低于昊华能源、潞安环能等可比企业，人均效率与盈利创造能力偏弱，盈利效率仍有提升空间。

图表 28 相关煤企 ROE (%)



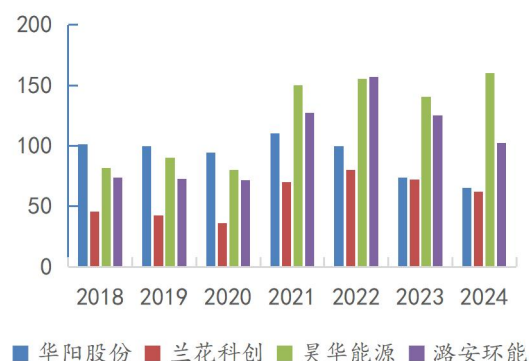
图表 29 相关煤企 ROA (%)



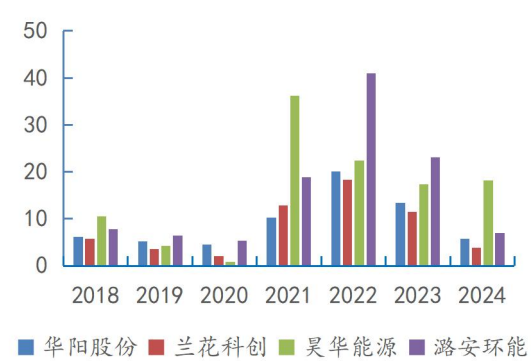
数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

图表 30 相关煤企人均创收(万元)



图表 31 相关煤企人均创利(万元)



数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

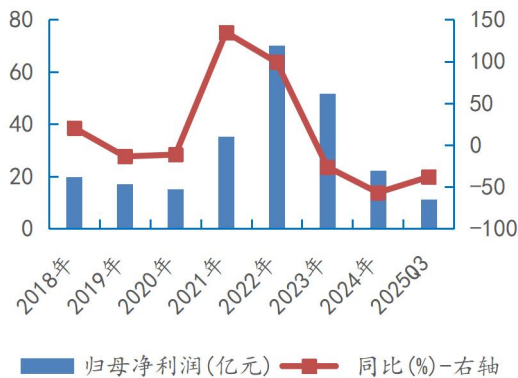
(四) 分红与现金流：资金充裕，高分红凸显价值

盈利随周期下行、现金流短期承压但资金面稳健。盈利端受
 请仔细阅读正文后免责声明

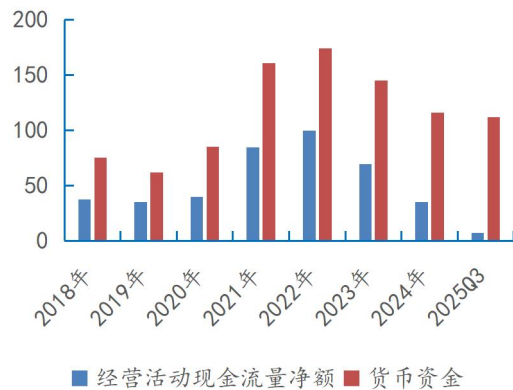
煤炭行业周期波动影响显著，2018-2022 年伴随煤价上行盈利持续增长，2022 年归母净利润达到 70.26 亿元；2023 年以来行业供需宽松、煤价走低，叠加公司长协煤占比较高，盈利空间持续收窄，2024 年归母净利润同比下降 57.05%，2025 年前三季度仍延续下滑趋势，抗周期能力有待提升。现金流方面，公司经营现金流同样随行业周期波动，2018-2022 年持续净流入并在 2022 年创下 99.70 亿元的峰值，2023 年后受煤价下行、应收账款增加拖累，现金流明显承压，2024 年经营现金流净额降至 34.88 亿元，2025 年前三季度同比大幅下降 61.62% 至 7.15 亿元；但公司货币资金始终保持充裕，2024 年末及 2025 年前三季度分别为 116.20 亿元和 111.95 亿元，充足的资金储备为日常经营与项目投资提供了坚实保障。

资产负债结构持续优化，分红力度突出。公司负债与财务结构优化成效显著，财务风险整体可控，通过持续降负债、调结构，资产负债率由 2021 年的 63.13% 下降至 2024 年的 53.28%，但 2024 年因竞拍于家庄区块煤炭探矿权导致贷款增多，有息负债与财务成本相应上升；在股东回报方面，公司始终秉持厚报股东理念，长期实施高比例分红，2018-2022 年分红率保持在 30%-40%，2023-2024 年进一步提升至 50% 左右，2024 年分红率达 50.11%，处于行业较高水平，即便在盈利承压阶段仍坚持分红，股东回报能力突出。

图表 32 归母净利润（亿元）及同比（%）



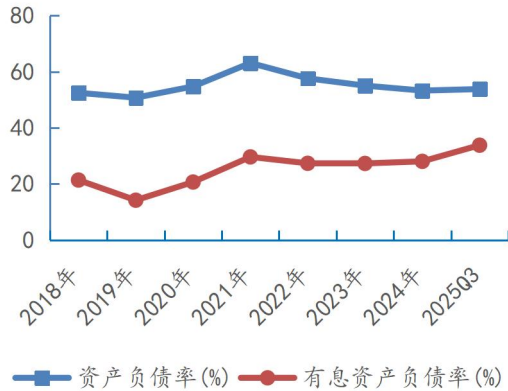
图表 33 现金流净额及货币资金（亿元）



数据来源：Wind，大同证券

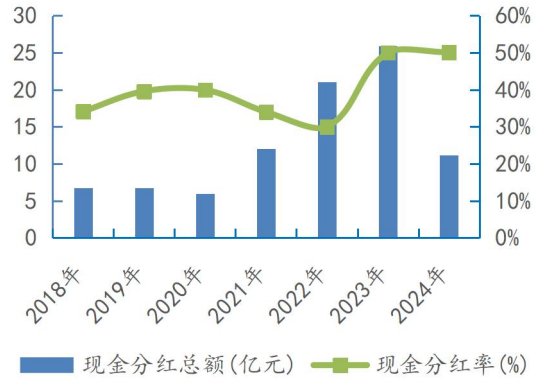
数据来源：Wind，大同证券

图表 34 华阳股份资产负债率 (%)



数据来源: Wind, 大同证券

图表 35 华阳股份分红 (亿元) 及分红率 (%)



数据来源: Wind, 大同证券

六、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

华阳股份以煤炭业务为核心，2024 年煤炭业务贡献主要营收，毛利率为 40.22%，因此，我们对煤炭业务进行具体假设。

产量：2024 年公司煤炭产量为 3837 万吨，受七元矿等新矿逐步投产、老矿稳产影响，预计 2025-2027 年产量分别为 3950 万吨、4150 万吨、4350 万吨。

销量：2024 年商品煤销量为 3554 万吨，随产量稳步提升及长协保供需求稳定，结合到近两年公司煤炭产销比，预计 2025-2027 年销量分别为 3555 万吨、3735 万吨、3915 万吨。

商品煤售价：2024 年商品煤售价为 567.04 元/吨，2025 年行业供需仍偏宽松，煤价承压，后续随经济复苏、火电需求回暖逐步修复。预计 2025-2027 年售价分别为 510.34 元/吨、520.54 元/吨、546.57 元/吨。

吨煤成本：2024 年公司吨煤成本为 313.99 元/吨。2025 年，公司通过降低能耗、提升生产效率、推广新技术新装备等精细化管理措施，推动吨煤成本显著下行；2026-2027 年将继续强化成本压控，同时考虑到产量逐步释放带来成本增加，预计 2025-2027 年吨煤成本分别为 288.87 元/吨、291.76 元/吨、306.34 元/吨。

供电业务：2024 年供电业务营收 20.11 亿元、成本 15.92 亿

元，随西上庄项目稳定运行、电价机制优化，预计 2025-2027 年营收分别为 20.92 亿元、22.17 亿元、23.95 亿元；成本分别为 16.24 亿元、16.89 亿元、17.90 亿元。

供热业务：供热业务为民生保障型业务，2024 年营收 0.52 亿元、成本 0.79 亿元，预计 2025-2027 年营收与成本维持稳定，营收均为 0.52 亿元，成本均为 0.79 亿元，对整体业绩影响有限。

其他业务：2024 年其他业务营收 28.43 亿元、成本 27.13 亿元，随新能源、新材料业务拓展，预计 2025-2027 年营收分别为 31.27 亿元、35.97 亿元、43.16 亿元，成本分别为 29.30 亿元、32.24 亿元、36.10 亿元。

基于上述假设，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 234.13 亿元、253.08 亿元、281.60 亿元。

图表 36 公司煤炭业务经营预测

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
商品煤销量(万吨)	5971.00	4642.00	4100.00	3554.00	3555.00	3735.00	3915.00
商品煤售价(元/吨)	605.12	709.69	605.78	567.04	510.34	520.54	546.57
吨煤成本(元/吨)	491.34	374.13	264.02	313.99	288.87	291.76	306.34

数据来源：Wind，大同证券

图表 37 公司各业务盈利预测

指标		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
煤炭	营业收入(亿元)	361.34	329.45	248.39	201.54	181.42	194.42	213.98
	营业成本(亿元)	226.51	169.22	121.21	120.48	114.10	121.08	133.26
	毛利(亿元)	134.83	160.23	127.17	81.06	67.32	73.34	80.72
	毛利率(%)	37.31	48.64	51.20	40.22	37.11	37.72	37.72
供电业务	营业收入(亿元)	1.88	2.14	5.09	20.11	20.92	22.17	23.95
	营业成本(亿元)	1.71	1.90	4.27	15.92	16.24	16.89	17.90
	毛利(亿元)	0.16	0.25	0.83	4.19	4.68	5.29	6.05
	毛利率(%)	8.61	11.48	16.23	20.85	22.38	23.84	25.25
供热业务	营业收入(亿元)	0.50	0.51	0.47	0.52	0.52	0.52	0.52
	营业成本(亿元)	0.87	0.51	0.65	0.79	0.79	0.79	0.79
	毛利(亿元)	-0.37	0.01	-0.17	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28
	毛利率(%)	-73.54	1.15	-36.57	-53.75	-53.75	-53.75	-53.75
其他业务	营业收入(亿元)				28.43	31.27	35.97	43.16
	营业成本(亿元)				27.13	29.30	32.24	36.10

	毛利(亿元)				1.30	1.97	3.73	7.05
	毛利率(%)				4.56	6.30	10.37	16.35
合计	营业收入(亿元)	363.71	332.11	253.95	250.60	234.13	253.08	281.60
	营业成本(亿元)	229.09	171.62	126.12	164.32	160.44	171.00	188.06
	毛利(亿元)	134.62	160.48	127.83	86.28	73.69	82.08	93.55
	毛利率(%)	37.01	48.32	50.34	34.43	31.48	32.43	33.22

数据来源: Wind, 大同证券

(二) 投资建议

截至 2026 年 3 月 20 日, 华阳股份 PE (TTM) 为 22.16 倍, 纵向对比处于近 10 年 92.59% 分位数, 煤炭股动态估值处于历史相对偏低区间。横向来看, 公司以无烟煤为核心产品, 长协保供占比高, 盈利稳定性突出, 选取业务结构相近的兰花科创、潞安环能、昊华能源作为可比公司, 以 2026 年 3 月 20 日收盘价为基准, 使用 Wind 一致预期披露的归母净利润、EPS 以及 PE, 上述公司 2026 年 PE 平均值为 28.3X。

通过上述的公司盈利预测, 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 16.47 亿元、19.60 亿元、23.56 亿元, 对应 EPS 分别为 0.46 元/股、0.54 元/股、0.65 元/股。

公司煤炭资源禀赋优异, 吨煤成本管控优势显著, 西上庄热电项目贡献稳定增量, 新能源新材料业务进展顺利, 同时高比例分红保障股东回报, 在煤价周期修复阶段具备较强盈利韧性。结合公司行业地位、成本优势及盈利修复预期, 给予“谨慎推荐”评级。

图表 38 可比公司估值预测

代码	简称	收盘价(元)	归母净利润(亿元)			EPS(元/股)			PE(倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600123.SH	兰花科创	7.0	2.1	4.9	6.6	0.1	0.3	0.4	50.3	21.0	15.6
601101.SH	昊华能源	8.5	8.3	12.0	13.3	0.6	0.8	0.9	14.8	10.2	9.2
601699.SH	潞安环能	14.6	22.2	28.3	32.6	0.7	0.9	1.1	19.8	15.5	13.4
平均估值									28.3	15.5	12.7

数据来源: Wind, 大同证券

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法，本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料（包括但不限于：Wind/国家统计局/公司官网等），做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点，具有一定局限性。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。

版权声明：

请仔细阅读正文后免责声明

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。